

买入（维持）

## 背靠强大能源央企，公司发展值得期待

华电国际（600027）深度报告

2024年2月29日

## 投资要点：

- **公司是华电集团重要的常规能源平台。**截至2023年6月末，公司已投入运行的控股发电企业共计45家，控股装机容量达57.28GW，其中，燃煤发电控股装机约为46.23GW，占比为80.70%；燃气发电控股装机约为8.59GW，占比为14.99%；水力发电控股装机约为2.46GW，占比为4.29%。公司发电资产主要为火电、水电机组。2014年，公司控股股东华电集团为解决存在的同业竞争情况而做出承诺，华电集团将按照有利于解决同业竞争、避免发生实质性同业竞争的原则，原则上以省（或区域）为单位，将同一省内（或区域内）的相关资产注入公司。目前华电集团已向公司注入华电湖北发电有限公司82.56%股权等资产。部分资产因不满足注入条件而尚未注入上市公司，截至2022年末，华电集团控股的发电企业中，已投运非上市常规能源发电资产装机达63.25GW。华电集团将在非上市常规能源发电资产满足资产注入条件后三年内，完成向公司注入资产的工作。背靠强大能源央企，公司发展值得期待。
- **公司参股华电新能，把握转型机遇。**公司持有华电新能31.03%股份。作为最早参与国内新能源发电业务开发与运营的公司之一，华电新能长期深耕新能源发电领域，前瞻性布局三北地区优质资源，积极向具备消纳优势的中东南地区拓展，逐步开拓西南地区“新能源+”等创新业务，全面覆盖国内风光资源丰沛和电力消费需求旺盛的区域。2020-2022年，华电新能营收从165.07亿元增长至244.53亿元，CAGR为21.71%；归母净利润从40.79亿元迅速增长至84.58亿元，CAGR为43.99%。伴随着我国能源结构转型，华电新能快速成长。公司参股华电新能有助于把握能源结构转型机遇。
- **公司有序推进火电机组改造。**2022年，公司发行低碳转型公司债券募集15亿资金，其中70%（10.50亿）用于“煤炭资源综合利用”及“天然气清洁高效开发利用”类低碳转型项目的建设及偿还项目有息负债，具体包括湖南华电常德发电有限公司厂内供热热源改造工程等。此期低碳转型公司债券募投项目年总供电量为358.39亿千瓦时，供热量为7448.12万吉焦。经测算，相比同等供电量的处于基准水平的机组，募投项目涉及机组每年预计可节约标准煤149.81万吨，减排CO<sub>2</sub> 331.07万吨。截至2023年6月末，此期低碳转型公司债券已投项目年总供电量为165.69亿千瓦时，供热量为5717.94万吉焦。经测算，相比同等供电量的处于基准水平的机组，已投项目涉及机组每年可节约标准煤62.63万吨，减排CO<sub>2</sub> 138.41万吨。火电机组持续改造升级将有助于公司提高燃料使用效率，降低发电能耗，提升市场竞争力。
- **投资建议：维持公司“买入”评级。**公司背靠强大能源央企，有序推进火电机组改造，预计将受益于动力煤价格回落及容量电价政策。另外，公司参股新能源企业华电新能，有望把握我国能源结构转型机遇。预计公司2023-2025年每股收益分别为0.45元、0.62元、0.63元，对应PE估值分别为14倍、10倍、10倍。维持公司“买入”评级。
- **风险提示：**政策推进不及预期；经济发展不及预期；上网电价波动风险；动力煤价格波动风险等。

分析师：苏治彬  
SAC 执业证书编号：  
S0340523080001  
电话：0769-22110925  
邮箱：  
suzhibin@dgzq.com.cn

分析师：刘兴文  
SAC 执业证书编号：  
S0340522050001  
电话：0769-22119416  
邮箱：  
liuxingwen@dgzq.com.cn

## 主要数据 2024年2月28日

收盘价(元)	6.13
总市值(亿元)	580.48
总股本(亿股)	102.28
流通股本(亿股)	85.10
ROE(TTM)	5.69%
12月最高价(元)	7.09
12月最低价(元)	4.61

## 股价走势



资料来源：iFinD，东莞证券研究所

## 相关报告

本报告的风险等级为中风险。

本报告的信息均来自已公开信息，关于信息的准确性与完整性，建议投资者谨慎判断，据此入市，风险自担。请务必阅读末页声明。

## 目录

1. 公司背靠强大能源央企	4
1.1 发电业务是公司收入主要来源	4
1.2 公司背靠强大能源央企	5
1.3 公司利润受煤价及电价等因素影响	5
2. 动力煤价格同比下行，容量电价助力固定成本回收	7
2.1 动力煤市场价格或将低位震荡，助力火电业绩改善	7
2.2 煤电容量电价机制助力固定成本回收	9
2.3 大型能源央企占据主要市场份额	10
3. 推进火电机组改造，参股新能源及煤炭企业	10
3.1 参股华电新能，把握转型机遇	10
3.2 布局煤炭行业，助力减缓煤价影响	11
3.3 公司有序推进火电机组改造	12
3.4 成功发行类 REITs，拓宽融资渠道	13
4. 投资建议	13
5. 风险提示	14

## 插图目录

图 1：2022 年公司营收结构	4
图 2：2023H1 公司营收结构	4
图 3：公司控股装机结构	4
图 4：公司股权结构	5
图 5：公司营收及同比增速	6
图 6：公司发电量及同比增速	6
图 7：公司归母净利润及同比增速	6
图 8：煤炭年度均价及同比增速	6
图 9：公司毛利率（%）	7
图 10：公司净利率（%）	7
图 11：2022-2023 年中国规模以上工业原煤产量及同比增速	7
图 12：2022-2023 年中国煤及褐煤进口量及同比增速	7
图 13：2022-2023 年中国 GDP 累计同比增速	8
图 14：2022-2023 年中国动力煤消费量及同比增速	8
图 15：北方港煤炭库存（万吨）	8
图 16：秦皇岛港山西优混（Q5500）动力煤平仓价（元/吨）	8
图 17：2021-2022 年大唐发电及华能国际的电力相关燃料成本占公司总成本的比例	9
图 18：2021-2023 年前三季度申万火电板块归母净利润及同比增速	9
图 19：2024-2025 年各地电网煤电容量电价（元/千瓦）	9
图 20：2022 年末中国火电装机情况（按企业分类）	10
图 21：2021-2022 年末中国火电市场 CR6 情况	10
图 22：华电新能营收及同比增速	11
图 23：华电新能归母净利润及同比增速	11
图 24：两家核电公司的净利润（亿元）	11
图 25：华电新能由两家核电公司分红获得的投资活动现金流入（亿元）	11
图 26：公司燃料成本占主营业务成本的比例	12

---

图 27：公司火电业务毛利率（%） .....	12
图 28：华电煤业与银星煤业净利润总和（亿元） .....	12
图 29：每年可节约标准煤（万吨） .....	13

## 表格目录

表 1：裕华热电能源基础设施投资资产支持专项计划（类 REITs） .....	13
表 2：公司盈利预测简表 .....	14

## 1. 公司背靠强大能源央企

### 1.1 发电业务是公司收入主要来源

发电业务是公司收入主要来源。公司成立于 1994 年，经过三十年的经营及发展，公司已成长为大型综合性能源公司，主要从事发电、供热、煤炭销售及其他相关业务。2022 年，公司营收为 1070.59 亿元，其中，发电收入为 954.96 亿元，占比为 89.20%；供热收入为 89.71 亿元，占比为 8.38%；售煤收入为 14.94 亿元，占比为 1.40%。2023 年上半年，公司营收为 594.50 亿元，其中，发电收入为 471.30 亿元，占比为 79.28%；售煤收入为 64.41 亿元，占比为 10.83%；供热收入为 54.82 亿元，占比为 9.22%。发电业务是公司收入主要来源。

图 1：2022 年公司营收结构

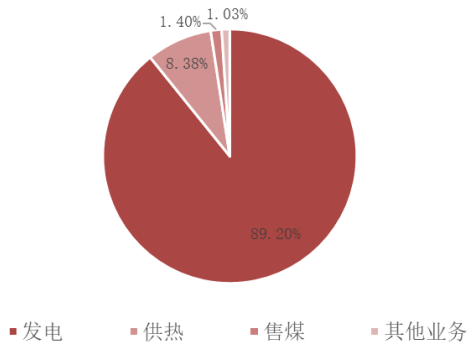
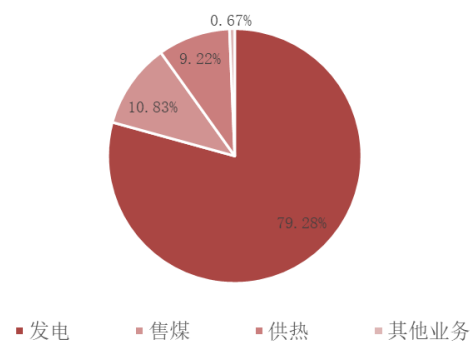


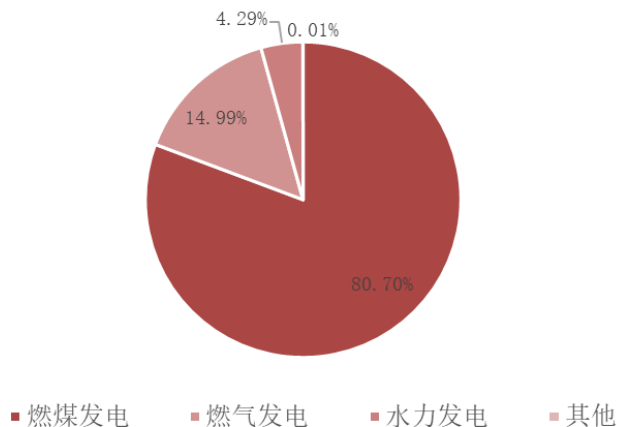
图 2：2023H1 公司营收结构



资料来源：华电国际 2022 年年报，iFinD，东莞证券研究所 资料来源：华电国际 2023 年中报，iFinD，东莞证券研究所

公司发电资产主要为火电、水电机组。截至 2023 年 6 月末，公司已投入运行的控股发电企业共计 45 家，控股装机容量达 57.28GW，其中，燃煤发电控股装机约为 46.23GW，占比为 80.70%；燃气发电控股装机约为 8.59GW，占比为 14.99%；水力发电控股装机约为 2.46GW，占比为 4.29%。公司在运营的发电资产分布在全国十二个省、市、自治区及直辖市，主要处于电力负荷中心、热力负荷中心或煤炭资源丰富区域。

图 3：公司控股装机结构

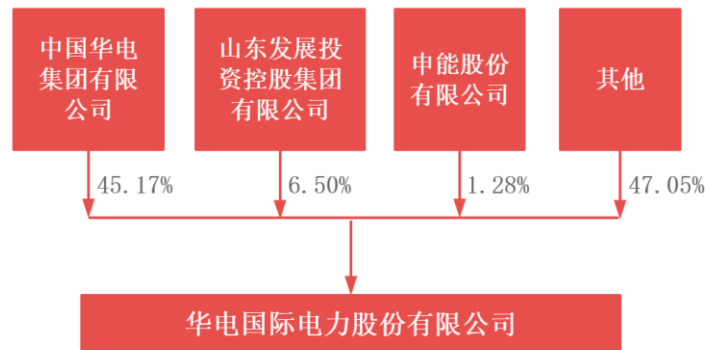


资料来源：华电国际 2023 年中报，东莞证券研究所  
注：数据截至 2023 年 6 月末。

## 1.2 公司背靠强大能源央企

公司控股股东为能源央企华电集团。截至 2023 年 9 月末，公司控股股东为中国华电集团有限公司（简称“华电集团”），华电集团持有公司 45.17% 股份。根据华电集团官网，其为 2002 年国家电力体制改革组建的国有独资发电企业，是国务院国资委监管的特大型中央企业、中央直管的国有重要骨干企业。华电集团主要业务包括发电、煤炭、科工、金融四大板块，资产及业务主要分布在中国 31 个省（区、市）以及俄罗斯、印尼、柬埔寨、越南等“一带一路”沿线国家。华电集团发电装机超 200GW，清洁能源装机占比达 48%。

图 4：公司股权结构



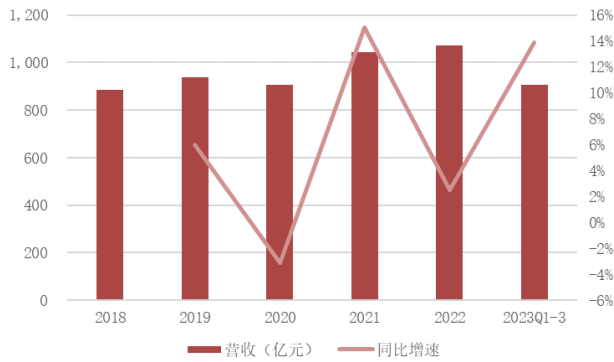
资料来源：华电国际 2023 年三季报，iFinD，东莞证券研究所  
注：数据截至 2023 年 9 月末。

公司是华电集团重要的常规能源平台。2014 年，公司控股股东华电集团为解决存在的同业竞争情况而做出承诺，华电集团将按照有利于解决同业竞争、避免发生实质性同业竞争的原则，原则上以省（或区域）为单位，将同一省内（或区域内）的相关资产注入公司。目前华电集团已向公司注入华电湖北发电有限公司 82.56% 股权、湖南华电长沙发电有限公司 70% 股权等资产。部分资产因不满足注入条件而尚未注入上市公司，截至 2022 年末，华电集团控股的发电企业中，已投运非上市常规能源发电资产装机达 63.25GW。华电集团将在非上市常规能源发电资产满足资产注入条件后三年内，完成向公司注入资产的工作。背靠强大能源央企，公司发展值得期待。

## 1.3 公司利润受煤价及电价等因素影响

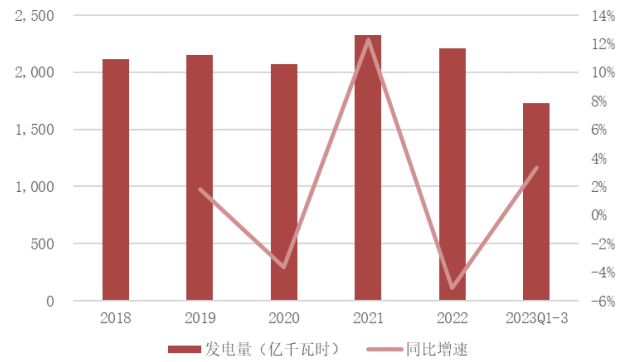
公司营收主要受发电量及电价等因素影响。除了 2020 年疫情下公司发电量下降导致营收同比下滑，近年来公司营收呈现增长态势。2018-2022 年，公司营收从 883.65 亿元增长至 1070.59 亿元，CAGR 为 4.91%。2019 年、2021 年公司营收同比增长主要因为发电量同比增加等。2022 年公司营收增长得益于煤机电价上涨。2023 年前三季度，公司实现营收 907.25 亿元，同比增长 13.90%，主要因为公司发电量同比增长。

图 5：公司营收及同比增速



资料来源：华电国际 2018-2022 年年报、2023 年三季报，iFinD，东莞证券研究所  
注：不追溯调整数据。

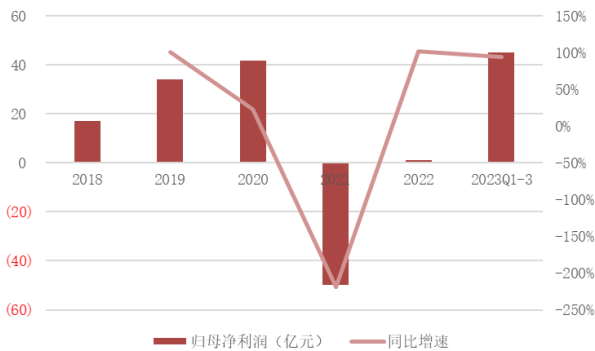
图 6：公司发电量及同比增速



资料来源：华电国际 2018-2022 年年报、2023 年前三季度发电量及上网电价公告，东莞证券研究所  
注：不追溯调整数据。

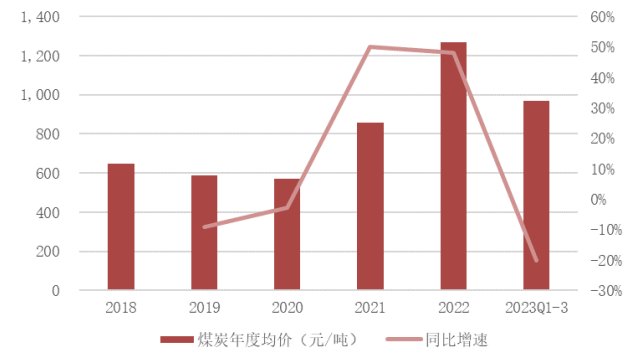
公司归母净利润主要受煤价及电价等因素影响。2018-2020 年，煤炭均价稳步下降，公司归母净利润逐步上升。2021 年，受煤价明显上涨影响，公司大幅亏损。在 2022 年煤价高位运行的情况下，公司仍实现同比扭亏为盈，主要因为当年煤机电价上涨及参股股权收益同比增加。2023 年前三季度，公司实现归母净利润 44.99 亿元，同比增长 93.46%，主要因为煤价同比降低等。

图 7：公司归母净利润及同比增速



资料来源：华电国际 2018-2022 年年报、2023 年三季报，iFinD，东莞证券研究所  
注：不追溯调整数据。

图 8：煤炭年度均价及同比增速

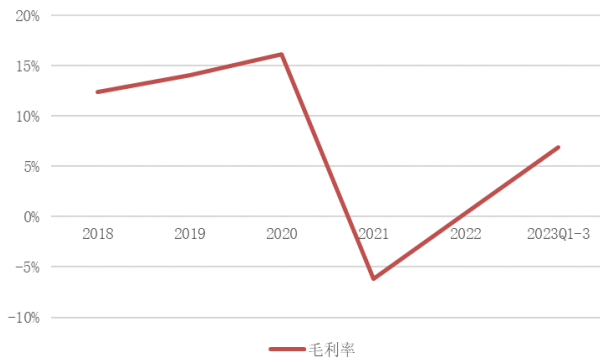


资料来源：iFinD，东莞证券研究所  
注：参考秦皇岛港山西优混（Q5500）动力煤平仓价指标。

公司盈利能力受煤价等因素影响。2023 年前三季度，公司毛利率为 6.92%，同比提升 4.58 个百分点；净利率为 5.42%，同比提升 2.79 个百分点，公司盈利能力同比提升主要因为煤价同比降低等。

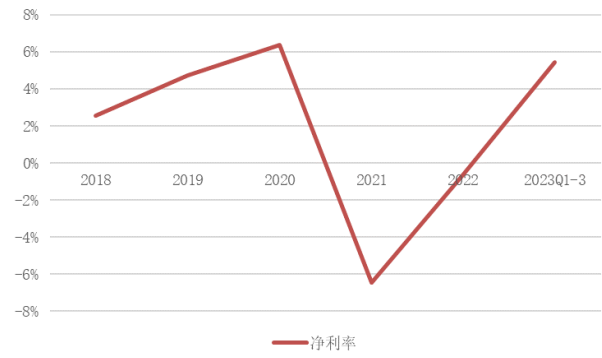


图 9：公司毛利率（%）



资料来源：华电国际 2018-2022 年年报、2023 年三季度报，iFinD，东莞证券研究所  
注：不追溯调整数据。

图 10：公司净利率（%）



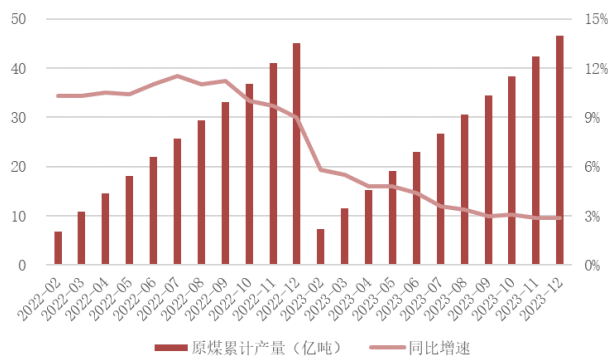
资料来源：华电国际 2018-2022 年年报、2023 年三季度报，iFinD，东莞证券研究所  
注：不追溯调整数据。

## 2. 动力煤价格同比下行，容量电价助力固定成本回收

### 2.1 动力煤市场价格或将低位震荡，助力火电业绩改善

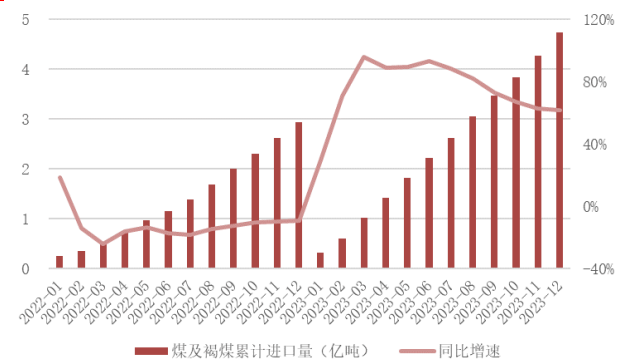
煤炭产量小幅增长，煤炭进口大幅提升。随着煤炭先进产能逐步释放，2023 年我国煤炭产量有所增长，全年规模以上工业原煤产量为 46.58 亿吨，同比增长 2.9%。同时，煤炭进口同比大幅提升，2023 年我国进口煤及褐煤 4.74 亿吨，同比提升 61.8%。

图 11：2022-2023 年中国规模以上工业原煤产量及同比增速



资料来源：国家统计局，iFinD，东莞证券研究所

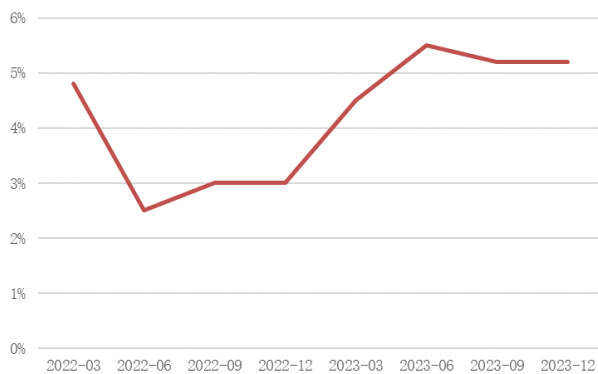
图 12：2022-2023 年中国煤及褐煤进口量及同比增速



资料来源：海关总署，iFinD，东莞证券研究所

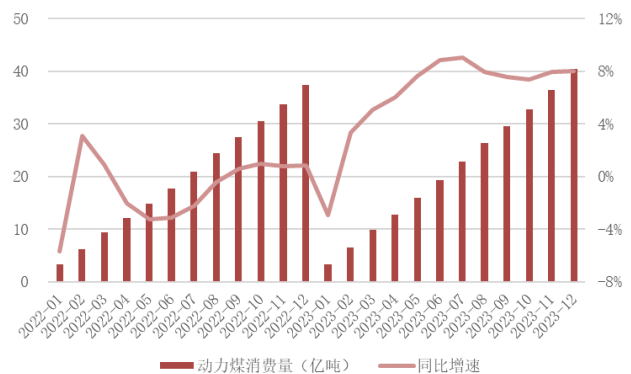
煤炭消费小幅增长。2023 年全年，我国 GDP 同比增长 5.2%；规模以上工业增加值同比增长 4.6%；动力煤消费量为 40.39 亿吨，同比增长 8.02%；炼焦煤消费量为 5.91 亿吨，同比增长 6.35%。在经济总体回升向好的背景下，煤炭消费小幅增长。

图 13：2022-2023 年中国 GDP 累计同比增速



资料来源：国家统计局，iFinD，东莞证券研究所  
注：按不变价格计算 GDP 累计同比增速。

图 14：2022-2023 年中国动力煤消费量及同比增速

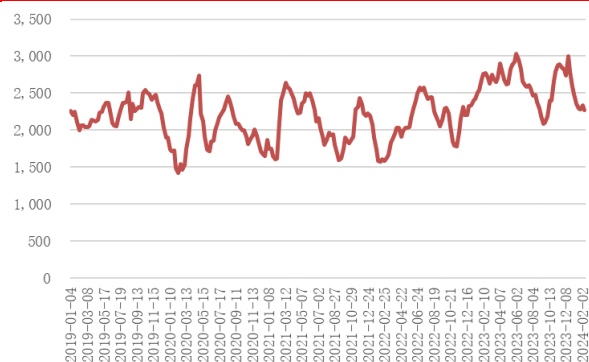


资料来源：iFinD，东莞证券研究所

我国持续推进电煤中长期合同签订履行有关工作。2023 年 3 月，国家发改委提到，全力做好 2023 年电煤中长期合同签订各项工作并取得积极成效，合同签订总量超过 25 亿吨，已基本实现签约全覆盖。下一步，发展改革委将进一步强化电煤中长期合同履约监管，健全长效机制，建立监管台账，常态化开展不履约案例归集整改，严格落实各项激励约束措施，不断提升电煤中长期合同履约水平。11 月，国家发改委发布《关于做好 2024 年电煤中长期合同签订履约工作的通知》，明确了需求方包括统调公用电厂和承担民生供电供暖任务的相关电厂；发电企业 2024 年电煤中长期合同签订量不低于签约需求量的 80%。12 月，在全国煤炭交易会上，32 家大型煤炭供需企业现场签订了 2024 年度煤炭中长期合同，合同总量约 4 亿吨。

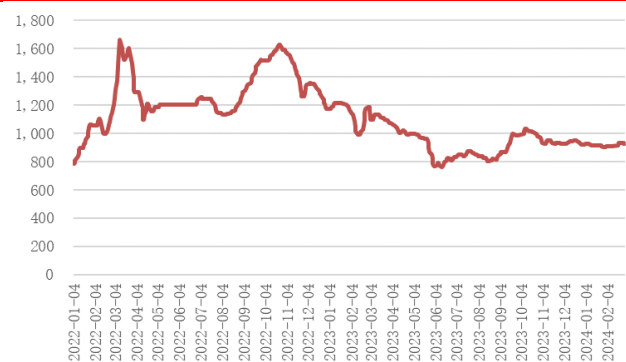
动力煤市场价格或将低位震荡。港口煤炭方面，截至 2024 年 2 月 23 日，北方港煤炭库存为 2267 万吨；截至 2024 年 2 月 28 日，今年以来秦皇岛港山西优混（Q5500）动力煤平仓价的均值为 916 元/吨，同比下降 20%。2024 年 1 月，国家发改委在新闻发布会上提到，目前全国统调电厂存煤保持在 2 亿吨以上，同比增加 3000 万吨左右。根据 iFinD 的数据，截至 2024 年 2 月 28 日，六大发电集团日均耗煤量为 79.3 万吨，存煤可用天数为 15.8 天。综合来看，在进口煤和长协煤持续补充的背景下，电厂的库存较为充裕，电厂采购动力煤现货的需求相对有限，动力煤市场价格或将低位震荡。

图 15：北方港煤炭库存（万吨）



资料来源：易煤资讯，iFinD，东莞证券研究所  
注：数据截至 2024 年 2 月 23 日。

图 16：秦皇岛港山西优混（Q5500）动力煤平仓价（元/吨）



资料来源：iFinD，东莞证券研究所  
注：数据截至 2024 年 2 月 28 日。



未来动力煤市场价格若低位震荡将有助于持续改善火电企业的经营业绩。2021-2022年，火电上市公司大唐发电、华能国际的电力相关燃料成本占公司总成本的比例约为七成。动力煤作为火电行业主要的原材料，其价格变动对火电企业的生产成本及经营业绩有重大影响。2023年前三季度，在动力煤价格同比下行等因素的带动下，申万火电板块（包括火力发电、热力服务、其他能源发电）实现归母净利润 574.20 亿元，同比增长 458.42%。因此，未来动力煤市场价格若低位震荡将有助于持续改善火电企业的经营业绩。

图 17：2021-2022 年大唐发电及华能国际的电力相关燃料成本占公司总成本的比例  
图 18：2021-2023 年前三季度申万火电板块归母净利润及同比增速



资料来源：华能国际及大唐发电 2021-2022 年年报，东莞证券研究所

资料来源：iFinD，东莞证券研究所

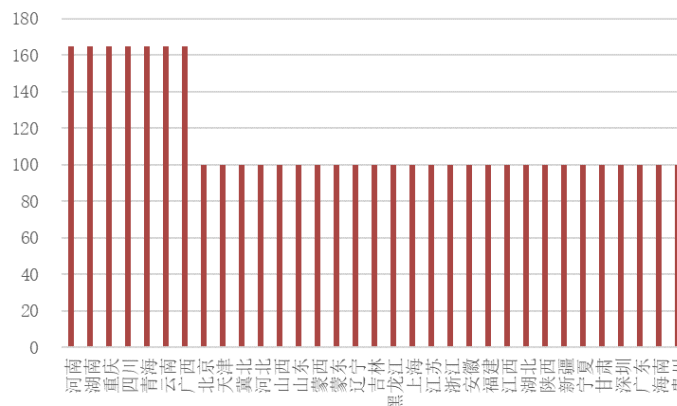
注：1、不追溯调整数据。

2、陕西能源无 2021 年前三季度数据。

## 2.2 煤电容量电价机制助力固定成本回收

煤电容量电价机制助力固定成本回收。近期国家发改委提出建立煤电容量电价机制，将煤电单一制电价调整为两部制电价，即电量电价和容量电价。容量电价按照回收煤电机组一定比例固定成本的方式确定。2024-2025 年，河南、湖南、重庆、四川、青海、云南、广西等地按照 165 元/千瓦的年度标准执行容量电价政策，其他地区按照 100 元/千瓦的年度标准。我们认为，在我国能源绿色低碳转型的过程中，煤电机组由于发挥对电力系统支撑调节的作用，将获得容量电价。煤电容量电价机制的落实将助力符合条件的火电企业回收固定成本，从而有助于火电行业健康运行。

图 19：2024-2025 年各地电网煤电容量电价（元/千瓦）



资料来源：国家发改委，国家能源局，东莞证券研究所

## 2.3 大型能源央企占据主要市场份额

**大型能源央企占据主要市场份额。**火电行业属于资本密集型，在火电项目开发建设阶段，企业往往需要投入大量资金。通常而言大型能源央企的资金实力更强，并且拥有股权融资、债务融资等多元化融资渠道，融资优势相对明显。根据北极星太阳能光伏网以及国家能源局的数据测算，截至 2022 年末，国家能源集团、华能集团、华电集团、大唐集团、国家电投、华润电力六大能源央企的火电装机容量约为 688.42GW，约占全国火电装机容量的 52%，大型能源央企占据主要市场份额。

图 20：2022 年末中国火电装机情况（按企业分类）

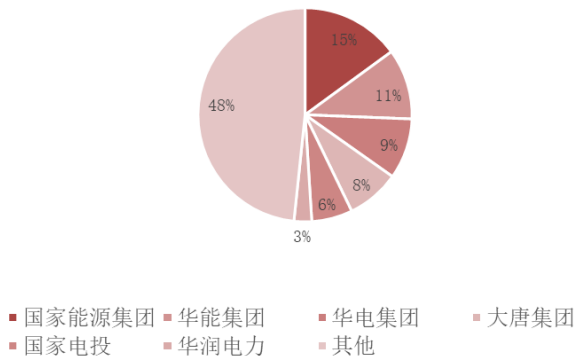
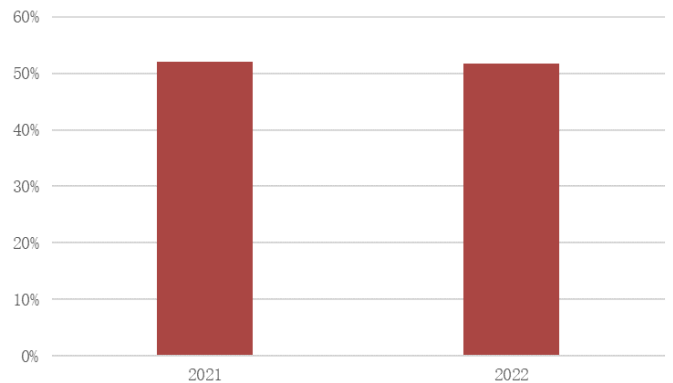


图 21：2021-2022 年末中国火电市场 CR6 情况



资料来源：国家能源局，北极星太阳能光伏网，东莞证券研究所 资料来源：国家能源局，北极星太阳能光伏网，国家电投 2021 年社会责任报告，东莞证券研究所  
注：根据各企业的火电装机进行测算。

## 3. 推进火电机组改造，参股新能源及煤炭企业

### 3.1 参股华电新能，把握转型机遇

**公司参股华电新能。**公司持有华电新能源集团股份有限公司（简称“华电新能”）31.03%股份。根据华电新能官网，为推动转型发展，2020 年华电集团以华电新能为新能源整合平台，大力推动集团系统内新能源资产重组，打造新能源发展新引擎。2021 年，华电新能完成增资引战，成功引入 13 家战略投资者，构建起涵盖国家级产业基金、产业投资者龙头、国有资本运营公司、地方重要产业投资平台以及财务投资者的股东结构。2022 年 3 月，华电新能进行股份制改造。2023 年 6 月，华电新能于沪主板 IPO 上会，并顺利过会。

**华电新能快速成长。**作为最早参与国内新能源发电业务开发与运营的公司之一，华电新能长期深耕新能源发电领域，前瞻性布局三北地区优质资源，积极向具备消纳优势的中东南地区拓展，逐步开拓西南地区“新能源+”等创新业务，全面覆盖国内风光资源丰沛和电力消费需求旺盛的区域。2020-2022 年，华电新能营收从 165.07 亿元增长至 244.53 亿元，CAGR 为 21.71%；归母净利润从 40.79 亿元迅速增长至 84.58 亿元，CAGR 为 43.99%。伴随着我国能源结构转型，华电新能快速成长。公司参股华电新能有助于把握能源结构转型机遇。

图 22：华电新能营收及同比增速

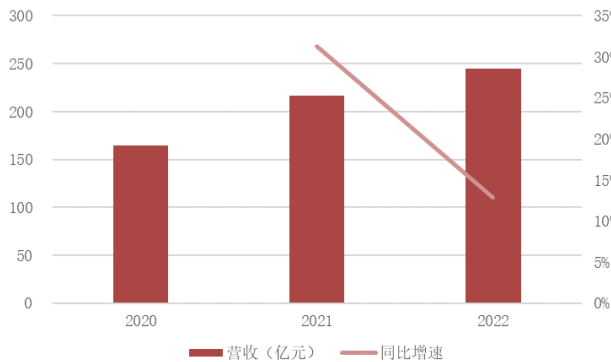
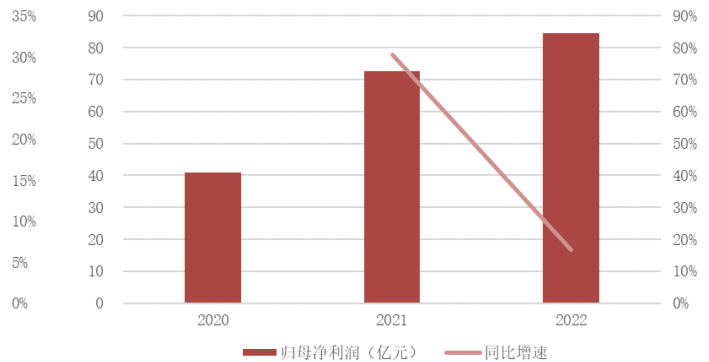


图 23：华电新能归母净利润及同比增速



资料来源：华电新能首次公开发行招股说明书（上会稿），东莞证券研究所  
注：追溯调整数据。

资料来源：华电新能首次公开发行招股说明书（上会稿），东莞证券研究所  
注：追溯调整数据。

**华电新能参股核电公司有助于补充整体现金流。**华电新能是国内仅有的数家拥有核电参股权的公司之一。华电新能持有三门核电有限公司（简称“三门核电”）10%股份、福建福清核电有限公司（简称“福清核电”）39%股份。两家核电公司经营情况良好，近年来均实现盈利。2021年、2022年及2023年上半年华电新能由两家核电公司分红获得的投资活动现金流入分别为7.02亿元、10.79亿元、15.85亿元，占华电新能投资活动现金流入的比例分别为78.79%、67.36%、96.40%，核电公司的现金分红是华电新能投资活动现金流入的主要组成部分。华电新能参股核电公司有助于补充整体现金流，从而更好推进风电、太阳能发电等新能源项目。

图 24：两家核电公司的净利润（亿元）

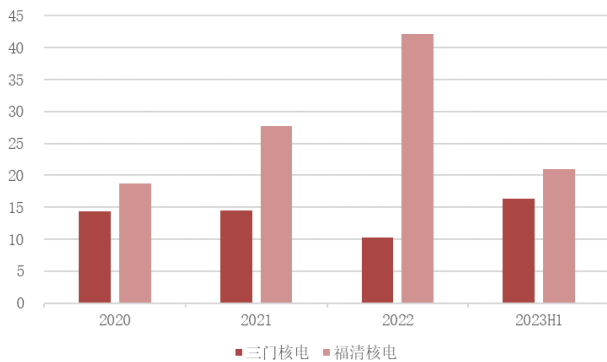
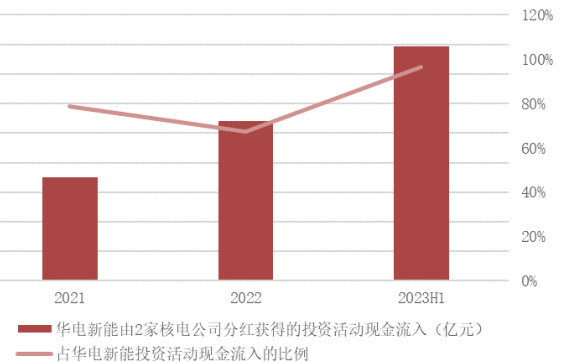


图 25：华电新能由两家核电公司分红获得的投资活动现金流入（亿元）



资料来源：华电新能发行人及保荐机构回复意见，东莞证券研究所

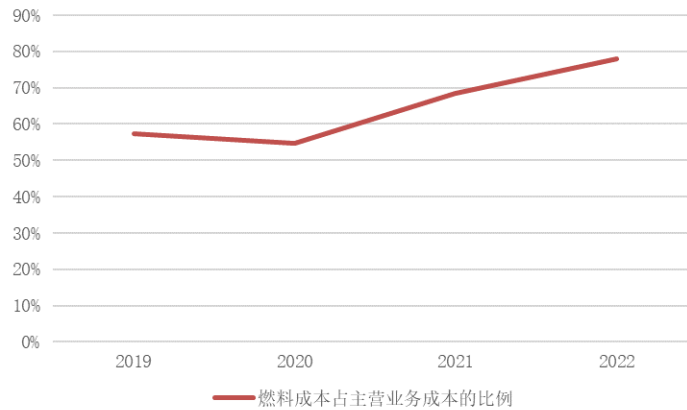
资料来源：华电新能发行人及保荐机构回复意见，东莞证券研究所

注：福清核电、三门核电2020-2022年的财务数据已经审计，2023年上半年的财务数据未经审计。

### 3.2 布局煤炭行业，助力减缓煤价影响

**煤价变动将对公司业绩造成影响。**公司通过燃烧煤炭等燃料以发电供热，煤炭等燃料是公司非常重要的原材料。近年来，公司燃料成本占主营业务成本的比例均超过50%。2021-2022年，该比例持续上升，主要因为2021年、2022年煤价大幅上涨。煤价变动将影响公司营业成本，进而对公司业绩造成影响。

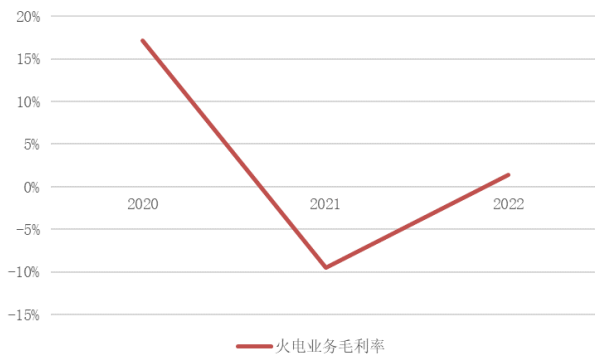
图 26：公司燃料成本占主营业务成本的比例



资料来源：华电国际 2019-2022 年年报，东莞证券研究所  
注：不追溯调整数据。

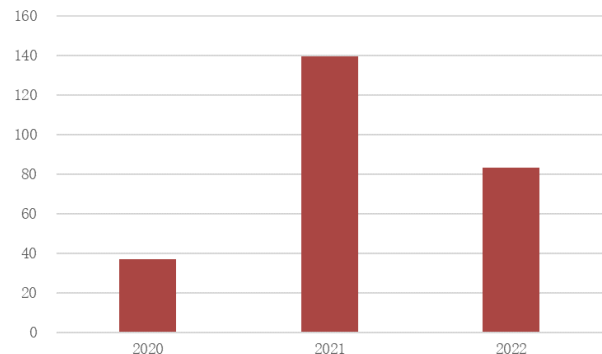
公司参股煤炭企业获得投资收益，有助于减缓煤价变动对公司业绩的影响。公司积极布局上游煤炭行业，参股宁夏银星煤业有限公司（简称“银星煤业”）、华电煤业集团有限公司（简称“华电煤业”）等煤炭生产企业，持有银星煤业 50%股份、华电煤业 12.98%股份。2021-2022 年，公司火电业务毛利率受高煤价拖累，同期两家参股煤电企业净利润之和分别为 139.22、83.11 亿元。公司参股煤炭企业获得投资收益，有助于减缓煤价变动对公司业绩的影响。

图 27：公司火电业务毛利率 (%)



资料来源：华电国际 2020-2022 年年报，东莞证券研究所  
注：不追溯调整数据。

图 28：华电煤业与银星煤业净利润总和 (亿元)



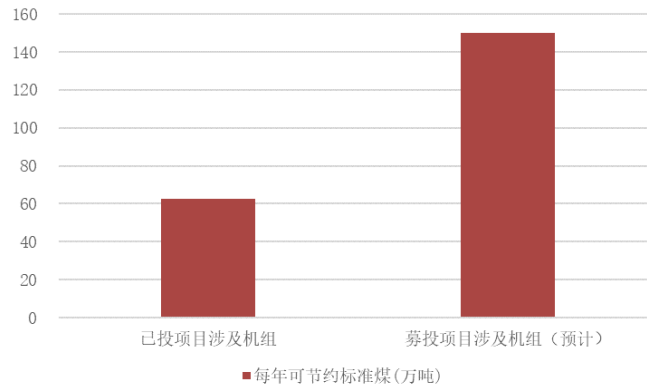
资料来源：华电国际 2020-2022 年年报，东莞证券研究所  
注：不追溯调整数据。

### 3.3 公司有序推进火电机组改造

公司有序推进火电机组改造。2022 年，公司发行低碳转型公司债券募集 15 亿资金，其中 70%（10.50 亿）用于“煤炭资源综合利用”及“天然气清洁高效开发利用”类低碳转型项目的建设及偿还项目有息负债，具体包括天津华电南港热电工程、湖南华电常德发电有限公司厂内供热热源改造工程等。债券期限为 3 年。此期低碳转型公司债券募投项目年总供电量为 358.39 亿千瓦时，供热量为 7448.12 万吉焦。经测算，相比同等供电量的处于基准水平的机组，募投项目涉及机组每年预计可节约标准煤 149.81 万吨，减排 CO<sub>2</sub> 331.07 万吨。截至 2023 年 6 月末，此期低碳转型公司债券已投项目年总供电量为 165.69 亿千瓦时，供热量为 5717.94 万吉焦。经测算，相比同等供电量的处于基准水平的机组，已投项目涉及机组每年可节约标准煤 62.63 万吨，减排 CO<sub>2</sub> 138.41 万吨。火电机组持续改造升级将有助于公司提高燃料使用效率，降低发电能耗，提升市

场竞争力。

图 29：每年可节约标准煤（万吨）



资料来源：华电国际 2023 年中报、2022 年向专业投资者公开发行人公司债券（第二期）（低碳转型）募集说明书，东莞证券研究所

注：已投资项目数据截至 2023 年 6 月末。

### 3.4 成功发行类 REITs，拓宽融资渠道

**公司成功发行类 REITs，拓宽融资渠道。**2023 年 12 月 19 日，公司首单交易所市场类 REITs 项目——裕华热电能源基础设施投资资产支持专项计划（类 REITs）成功发行，发行规模为 21.41 亿元，簿记当日获得投资人的广泛关注和踊跃认购，最终票面利率 3.35%。此次类 REITs 产品为公司煤电资产提供了可行的股权融资方案，进一步拓宽了公司融资渠道，减少了对传统债务融资的依赖，降低了资产负债率。同时，该产品也创造了火电基础设施类 REITs 发行利率历史新低，创同类项目审核申报时间最短的纪录。裕华热电公司作为试点企业，其专项计划的成功发行对于华电国际其他子公司开展类 REITs 产品融资具有示范作用。

表 1：裕华热电能源基础设施投资资产支持专项计划（类 REITs）

裕华热电能源基础设施投资资产支持专项计划（类 REITs）	
发行规模（亿元）	21.41
优先级发行利率	3.35%
认购倍数	2.38

资料来源：华电国际公司公众号，东莞证券研究所

## 4. 投资建议

**维持公司“买入”评级。**公司背靠强大能源央企，有序推进火电机组改造，预计将受益于动力煤价格回落及容量电价政策。另外，公司参股新能源企业华电新能，有望把握我国能源结构转型机遇。预计公司 2023-2025 年每股收益分别为 0.45 元、0.62 元、0.63 元，对应 PE 估值分别为 14 倍、10 倍、10 倍。维持公司“买入”评级。

表 2：公司盈利预测简表

科目（百万元）	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入	107059	112781	116576	116669
营业总成本	113166	109927	111286	111411
营业成本	106599	103724	104874	104994
营业税金及附加	880	902	933	933
销售费用	0	0	0	0
管理费用	1639	1692	1749	1750
财务费用	4047	3609	3730	3733
研发费用	0	0	0	0
其他经营收益	4771	3870	3934	4133
公允价值变动收益	10	0	0	0
投资净收益	4805	4000	4200	4400
其他收益	934	900	900	900
营业利润	(1336)	6724	9225	9391
加 营业外收入	275	300	300	300
减 营业外支出	89	150	150	150
利润总额	(1150)	6874	9375	9541
减 所得税	(512)	1100	1500	1527
净利润	(638)	5774	7875	8015
减 少数股东损益	(738)	1155	1575	1603
归母公司所有者的净利润	100	4619	6300	6412
基本每股收益（元）	0.01	0.45	0.62	0.63

数据来源：iFinD，东莞证券研究所

## 5. 风险提示

（1）政策推进不及预期：煤炭为煤电行业重要的原材料，煤炭保供稳价等有关政策可能对公司的业绩造成重大影响。

（2）经济发展不及预期：电力需求受经济周期影响较大。若未来经济发展不及预期，将影响全社会电力需求，从而公司将受到影响。

（3）上网电价波动风险：发电行业上市公司的主要产品为电力，电力价格通常以上网电价指标衡量。上网电价大幅波动可能会对公司的业绩造成直接影响。

（4）动力煤价格波动风险：动力煤采购成本在煤电企业的成本中占比较大，动力煤价格大幅波动将影响公司的业绩。



**东莞证券研究报告评级体系：**

公司投资评级	
买入	预计未来 6 个月内，股价表现强于市场指数 15%以上
增持	预计未来 6 个月内，股价表现强于市场指数 5%-15%之间
持有	预计未来 6 个月内，股价表现介于市场指数±5%之间
减持	预计未来 6 个月内，股价表现弱于市场指数 5%以上
无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，导致无法给出明确的投资评级；股票不在常规研究覆盖范围之内
行业投资评级	
超配	预计未来 6 个月内，行业指数表现强于市场指数 10%以上
标配	预计未来 6 个月内，行业指数表现介于市场指数±10%之间
低配	预计未来 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 10%以上

说明：本评级体系的“市场指数”，A股参照标的为沪深 300 指数；新三板参照标的为三板成指。

**证券研究报告风险等级及适当性匹配关系**

低风险	宏观经济及政策、财经资讯、国债等方面的研究报告
中低风险	债券、货币市场基金、债券基金等方面的研究报告
中风险	主板股票及基金、可转债等方面的研究报告，市场策略研究报告
中高风险	创业板、科创板、北京证券交易所、新三板（含退市整理期）等板块的股票、基金、可转债等方面的研究报告，港股股票、基金研究报告以及非上市公司的研究报告
高风险	期货、期权等衍生品方面的研究报告

投资者与证券研究报告的适当性匹配关系：“保守型”投资者仅适合使用“低风险”级别的研报，“谨慎型”投资者仅适合使用风险级别不高于“中低风险”的研报，“稳健型”投资者仅适合使用风险级别不高于“中风险”的研报，“积极型”投资者仅适合使用风险级别不高于“中高风险”的研报，“激进型”投资者适合使用我司各类风险级别的研报。

**证券分析师承诺：**

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，以勤勉的职业态度，独立、客观地在所知情的范围内出具本报告。本报告清晰地反映了本人的研究观点，不受本公司相关业务部门、证券发行人、上市公司、基金管理公司、资产管理公司等利益相关者的干涉和影响。本人保证与本报告所指的证券或投资标的无任何利害关系，没有利用发布本报告为自身及其利益相关者谋取不当利益，或者在发布证券研究报告前泄露证券研究报告的内容和观点。

**声明：**

东莞证券股份有限公司为全国性综合类证券公司，具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供东莞证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告所载资料及观点均为合规合法来源且被本公司认为可靠，但本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可随时更改。本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可跌可升。本公司可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与本公司其他业务部门或单位所给出的意见不同或者相反。在任何情况下，本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并不构成对任何人的投资建议。投资者需自主作出投资决策并自行承担投资风险，据此报告做出的任何投资决策与本公司和作者无关。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本公司及其所属关联机构在法律许可的情况下可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、经纪、资产管理等服务。本报告版权归东莞证券股份有限公司及相关内容提供方所有，未经本公司事先书面许可，任何人不得以任何形式翻版、复制、刊登。如引用、刊发，需注明本报告的机构来源、作者和发布日期，并提示使用本报告的风险，不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本证券研究报告的，应当承担相应的法律责任。

**东莞证券股份有限公司研究所**

广东省东莞市可园南路 1 号金源中心 24 楼

邮政编码：523000

电话：(0769) 22115843

网址：www.dgzq.com.cn